قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين

د/ شهرزاد زغيب ا.عماني لمياء

s-zeghib@yahoo.f

Lamitta.ame2001@yahoo.fr

مقدمـــة:

الأزمة المالية العالمية الراهنة تضعنا أمام استفسارات إشكالية عن مدى أهمية **"الماليـــة"** ضـــمن الاقتصاد ككل.

مالية الاقتصاد "**la financiarisation**" أصبحت صـــفة ملازمـــة للاقتصــــاد عنـــدما أصــــبحت الوضعيات الاقتصادية تتعدل عبر المؤشرات المالية و عبر مؤشرات البورصة أساسا.

صار على المؤسسة الاقتصادية المسعرة في السوق المالي أن تعمل على محاور متعددة :

فهي مؤسسة لها نشاطها الأساسي الخاص بها، تسعى لتعظيم أرباحها و الاستمرار و النمو؛ و هي مؤسسة تأخذ دور المستثمر المالي أو المضارب، تسعى لتعظيم العوائد على الاستثمارات الماليـــة في ظل تدنية الخطر، ضمن استراتيجية تنويع حافظة نشاطاتها لتشمل توظيفات ماليـــة مـــن أجـــل مزيد من تثمين رأس المال و مكافأة المساهمين بهدف الابقاء عليهم.

و لكن هذه المؤسسة أيضا هي مكـــون مـــن مكونـــات المحـــافظ الماليـــة للمســـتثمريـ ن المـــاليين و المضاربين، وجودها أو تعويضها في تلك المحافظ خاضع لحســـابات التثمـــين: مـــا هـــو حجـــم توزيعات الأرباح التي توفرها، هل تمكنت من تعظيم قيمتها السوقية، هـــل تمكنـــت مـــن تخفـــيض تكاليفها (بأي طريقة)، هل تمكنت من خلق الثروة للمساهمين... ؟

تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من الدوافع الأساسية للتسعير في السوق المالي، و هو خاضع مـــن ناحيةلمدى قدرة هذه المؤسسة على توليد أرباح صافية من نشـــاطاتها الأساســـية أو مـــن خـــلال تخفيض حجم التكاليف؛ و من ناحية أخرى لمدى قدرتها على خلق الثروة للمساهمين حتـــى مـــن نشاطات أخرى غير أساسية و غير تقليدية لاستبقائهم و تجنب خروجهم المفاجىء و المكثـــف مـــن المؤسسة.

يتم مناقشة هذه الضغوط الجديدة على المؤسسة الاقتصادية في إطارها الكلي أي ضـــمن المحـــيط الاقتصادي و المالي الجديد، محيط المالية الشاملة، و بالإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هي الضغوط التي تمارس على المؤسسة للتشويش على قراراتها المالية ؟
- كيف يتم تكريس أكبر للرأسمالية المالية على حساب العملية الإنتاجية ؟

- كيف تتمكن المؤسسة من خلق الثروة و كيف تلائم ذلك مع طبيعــة نشــاطاتها دون التعــرض للمخاطر ؟

أولا - العوامل التي تشوش على القرارات المالية للمؤسسة:

§ **حتمية التنويع:**

التنويع هو توزيع الموارد المالية على حافظة نشاطات تشمل الاستثمارات المادية و الأصول المالية بهدف رفع مردودية رأس المال، و هو التنويع الحتمي الذي ينجم عنه التخلي عن وحدات إنتاجيــة و أنشطة أقل مردودية لصالح أخرى أعلى مردودية حتى إن لم تكــن ضــمن النشــاط الأساســي للمؤسسة.

و مهما نوعت المؤسسة من نشاطاتها بهدف تثمين أكبر لرأس المال بهدف إرضاء المساهم، إلا أن هذا المساهم يبحث عن تنويع استثماراته في المحافظ المالية أكثر مما يبحث عن الاســتثمار فــي أسهم مؤسسات تنوع استثماراتها.[1]

عند هذا التقاطع تنقطع الصلة المتينة بين المساهم كمالك لرأس المال المالي (أكثر منه مالك لــرأس المال الإنتاجي) و بين المؤسسة، و لذلك عوض أن تتوجه المؤسســة لتنويــع حافظــة نشــاطاتها الحقيقية تمويل تلك النشاطات، تقوم بتحويــل الفــوائض الماليــة لعمليــات التوظيــف المــالي و المضاربات في الأسواق المالية من أجل الإبقاء على المساهمين الحــاليين و لجتــذاب غيــرهم ، و ذلك عندما تتمكن من خلق الثروة لهم.

المراجحة بين تخصيص الفوائض المالية في شكل استثمار حقيقي أو استثمار مالي هــي رد فعــل المؤسسة على المتطلبات الجديدة للأسواق المالية، التي تتحكم في تقييم هذه المؤسســة مــن حيــث التسعير و من حيث الملاءة المالية.

و تجد المؤسسة نفسها في حالة المراجحة تلك كأي مستثمر مالي يبحث من خلال ســلوكه الســاعي لتعظيم معدلات العائد عن المحفظة المثلى لاستثماراته.

§ **هاجس القيمة السوقية:**

- يصل الأمر بالمؤسسة الاقتصادية لإعادة شراء أسهمها المتداولة في السوق المــالي لتتحــرك قيمتها السوقية نحو الارتفاع، إلا أن ذلك لا يعد بحد ذاته تشويشا على القــيم و لكــن كثافــة هــذه الممارسات هي التي تخلق الفوارق بين القيم الحقيقية و المالية.

هذه الفوارق تنتج فقاعات مالية (الفقاعة المالية تنشأ عند انحراف القيمة السوقية للأصـــول الماليــة عن قيمتها الحقيقية) شديدة الحساسية للمعلومة و الإشاعة.

- التصرفات المضاربية ذات الصفة **"Ponzi"**[2] التي يمكن تلخيصها في دفـــع توزيعـــات أربـــاح للمساهمين القدامى مصدرها رأسمال المساهمين الجدد لنشـــر الانطبـــاع بـــأن المؤسســـة تـــوزع أرباحا.[3]

§ **اضطرابات "المالية":**

تنشأ هذه الاضطرابات عن عوامل عدّة أهمها:

- **المضاربة:**

تنشأ النزعة إلى المضاربة من حركة رؤوس الأموال الساخنة و الباحثة عن فرص لاقتناص أفضل توظيف من حيث ثلاثية العائد و السيولة و الخطر، من خلال أسواق مال أكثر ربطا و اتصالا و اندماجا و تحررا و تجددا.

تمارس السلوكات المضاربية ضغوطاتها على المؤسسة من خلال الحركة العشوائية في الأسواق المالية .

- **الاستثمار المؤسساتي:**

طبيعة هذه الفئة من المستثمرين هي التخوف من الخطر، لذلك عادة ما يربكون المؤسسة بتركيزهم على استراتيجية التنويع لتخفيض مستوى الخطر، فهم غير مستقرون و يشكلون مصـــدر تشـــويش بالنسبة لقرارات المؤسسة، إذ يؤثرون سلبا على كل قرار استراتيجي في المؤسسة.

- **سلوك القطيع:**

سلوك القطيـــع هو سلوك المستثمرين الصغار المندفعين وراء التوقعات غير العقلانية، هذا السلوك يجعل من السعر مجرد انعكاس للتوقعات دون علاقة بمستوى الاستثمار الإنتاجي الحقيقي، ليتحول هذا السلوك العشوائي إلى خطر نظامي يصعب التحكم فيه.[4]

§ **التكلفة الاجتماعية:**

نظريا كل تكلفة تتحملها المؤسسة يمكن احتسابها، عمليا القرارات المالية يمكن أن ينجم عنها عوائد أو تكاليف إجتماعية مختلفة، من الصعب احتسابها بدقة أو التحكم فيها.

ثانيا - رأس المال المالي بديل عن العملية الانتاجية:

تعني مالية الاقتصاد **"la financiarisation"** أن التفسير و من ثمة التعديل الاقتصادي أصبح يمر عبر المالية و أن التوجه الاقتصادي العام تحدده مؤشرات الأسواق المالية.[5]

المالية التي كانت دوما عنصر دعامة للاقتصاد أصبحت عنصر تشويش، و ذلك عندما انفصلت دائرتي الإنتاج و المالية، بحيث لم تعد من علاقة مباشرة بين حجم رأس المال المتداول في أسواق الصرف و النقد و المال و بين حجمي الإنتاج و التجارة.

1 - ماهية رأس المال المالي:

- هو رأس المال الوهمي أو الرمزي المستثمر في الأصول المالية و المدر للريع المالي، هذا الأخير ممثلا بشكل خاص في عوائد الأسهم (لنتائج الرأسمالية الناتجة عن تغير القيم السوقية ، و القيمة أو الثروة التي يتم خلقها من مصادر غير حقيقية) و الفوائد على القروض و السندات...

رأس المال المالي هو رأسمال ذو طابع ريعي يعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره، يعيش على ريع الأوراق المالية و ليس على أرباح المشاريع الإستثمارية الإنتاجية.[6]

- حركة رأس المال المالي تكرر حلقات الأزمة ذاتها:

- التساهل في تقييم الخطر، خاصة في حالات الانتعاش، حيث لا يتم التدقيق كثيرا بالخطر طالما توفرت العوائد المرتفعة، خاصة مع التوريق من الأجيال الجديدة و المشتقات المالية؛
- التحول من الضعف الهيكلي إلى الإخفاق و العجز الشامل، حيث يعطي تشتت الخطر عبر عمليات "التوريق" انطباعا خاطئا بعدم وجود الخطر، الشيء الذي يحول الاستثمار إلى مغامرة، فيخلق التوسع غير المضبوط وضعيات حرجة؛
- الالتباس الذي تسببه حالة التوازن الهش للأسواق، خاصة أسواق المشتقات، و الذي يغذي سلوك القطيع.[7]

2 - التعديل الاقتصادي:

"التعديل **la régulation**" عبارة مأخوذة من "**القانون الأنجلوساكسوني**"، طبيعة هذا القانون أساسا تعاقدية، حيث أنه يضع إطارا عاما فضفاضا و مرنا من خلاله تمارس العلاقات الاجتماعية (لصالح الطرف الأقوى).[8]

معنى ذلك أن التعديل يتميز بآليات مرنة و غير محددة أو مُلزمة، كما هي قواعد أيّة سياسة اقتصادية، الشيء الذي يفسر كيف أن التعديل الاقتصادي للعلاقة الاجتماعية "رأس المال – عمل" أصبح يخضع لمنطقٍ مالي بحت.

* المؤسسات أصبحت تركز اهتمامها على الرسملة في البورصة أي تعظيم قيمتها السوقية، و كشركات مساهمة تبحث لمساهميها عن خلق الثروة أو خلق القيمة ذات الطبيعة المالية، من ناحية أخرى تعتمد إضافة إلى الإيرادات المعتادة من نشاطها الطبيعي (الإنتاجي مثلا)، على فوائض القيمة (النتائج الرأسمالية) و عوائد التوظيف المالي.

- كمثال دأب الاستثمار الأجنبي المباشر في أحيان كثيرة على الشروع في الإنتاج في منطقة من الأطراف محدثا تطورات رأسمالية فيها على أصعدة مختلفة، و قبل أن ينقل رأسماله أو جزء من التراكم إلى منطقة أخرى معيدا العملية الإنتاجية، تتحول أجزاء منه إلى المضاربة عالميا في أسواق الصرف و البورصات و أسواق المشتقات.[9]

- كذلك يحقق قطاع المؤسسات ما بين **30** إلى **50** % من إجمالي الإدخار حسب كل بلد، يتوزع هذا الإدخار على ثلاثة مراكز: توزيعات أرباح لمالكي رأس المال، تمويل ذاتي للاستثمارات، و توظيفات في شكل أصول مالية.[10]

* في المقابل لم تعد أجور العاملين و الموظفين المصدر الوحيد لدخولهم طالما أن شريحة معينة من هؤلاء أصبحت مساهمة في هذه الشركات من خلال صيغ معينة لعمليات الخوصصة، أو من خلال العمل على تخفيض نزاعات المصالح؛ أو لها توظيفات مالية عبر شركات توظيف الأموال باختلافها أو من خلال صناديق التقاعد عبر الاكتتاب في أسهم الشركات التي يعملون بها أو غيرها، و بالتالي أضيف إلى الأجور عوائد أخرى هي عوائد المحافظ المالية.

في كلتا الحالـــتين الشركة و أجراؤها أعينهم ليست على زيادة الإنتاجية و زيادة الأجور و تحسن الأداء الاقتصادي الحقيقي بقدر ما هي على حركة المؤشرات صعودا و هبوطا في أسواق المال و على الأداء المالي.

* كلما أمنت هذه المحافظ المالية لهؤلاء الأجراء عوائد مُرضية تقلصت دائرة النقاش حول الأجور و الإنتاجية و الأداء الاقتصادي الحقيقي، و تمكنت الشركات في المقابل من الضغط على الأجور وخفضت التكلفة لصالح المساهمين و تعظيم ثروتهم.
و كلما تمكنت المؤسسة من تخفيض تكاليفها، عبر موجة من تسريح العمالة مثلا، كلما حصلت على مكافأة من الأسواق المالية من خلال ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها.

* خلق الثروة للمساهمين أصبح حتمية لا يمكن تجاهلها، و القيمة الإقتصادية المضافة هي بمثابة الحد الأدنى للدخل المضمون لهؤلاء المساهمين، حيث لا يلغى الخطر بل يحول إلى " العمل".
في حالة عدم خلق ثروة اقتصادية، دخل المساهمين الأدنى يجب توفيره بأية طريقة، و الطريقة المتبعة هي بإزاحة جزء من قيمة "العمل" من إجمالي القيمة المضافة لصالح المساهمين.
على هذا الأساس يعطي مفهوم خلق الثروة بعدا مختلفا للربح الاقتصادي، هذا الأخير يجب أن يأخذ بعين الاعتبار تثمين رأس المال و بشكل مستقل عن أداء المؤسسة المتعلق بنشاطها الإقتصادي.[11]

لفهم ذلك يمكن الرجوع إلى الدراسات المقارنة بين النموذج الأمريكي و النموذج الألماني (الرايني)، أو "<u>رأسمالية المساهمة</u>" في مواجهة "<u>رأسمالية الرفاهية</u>"، حيث تسعى الأولى إلى تثمين "رأس المال" وخلق القيمة والثروة للمساهمين؛ وتسعى الثانية إلى دعم الرفاه الاجتماعي بدعم "العمل"، من خلال الحفاظ على فرص العمل من ناحية والحفاظ على مستويات مقبولة من الأجور الحقيقية و الإنتاجية من ناحية أخرى[12] .
بهذا أمكن تعديل العلاقة "رأس المال– العمل" عبر "المالية"، و هو التعديل المزيف و المنطوي على الخطر الكامن.

جدول مقارنة نماذج حاكمية المؤسسة

النماذج	النموذج الانجلوساكسوني	النموذج الألماني و الياباني
الخصوصية	**- التمويل و الرقابة على المؤسسات من قبل الأسواق المالية؛ - إطار تنظيمي في غير صالح البنوك و لصالح الأسواق المالية؛ - أسواق مالية أكثر حيوية و قوة؛ - <u>ثقل حجم الاستثمار المؤسساتي</u>.**	**- دعم نظام بنكي قوي؛ - التأثير النقابي الفاعل (ألمانيا)؛ - <u>تركز المساهمة</u>؛ - خصوصية تنظيم المؤسسة (اليابان).**

3 - فك الارتباط:

مالية الاقتصاد ليست فقط التعديل الاقتصادي الذي أصبح يمر عبر المالية و مؤشراتها، إنما فك الارتباط بين ما هو حقيقي مجسد بسلع إنتاجية و ما هو مالي مجسد بسلع مالية (إن صح الوصف) ليس لها مقابل حقيقي.

فك الارتباط لا يعني قطع الصلة بين الاستثمار و التمويل لأن الشركات هيأت هيكل رأسمالها و هيكلها المالي ليشمل أسهما و سندات و قروضا، بحيث يظل التمويل داعما للعملية الإنتاجية، و لكن الانفصال بين دائرتي الإنتاج و المالية يعني تمكين أكبر لرأس المال المالي على حساب رأس المال الإنتاجي.

يستدل على التوسع المفرط لرأس المال المالي بـــ :

- نمو متزايد للمبادلات المالية كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (**PIB**)؛
- العمليات المستحثة من أي عملية إنتاجية كعملية تمـــويل صادرات أو واردات تنجر عنها سلسلة من العمليات: مبادلات الصرف، التغطية في الســـوقين الفوري و الآجل، المضاربة و استخدام المشتقات المالية؛
- تراجع معدلات النمو الاقتصادي (**PIB**) بالتوازي مع ارتفاع قيمة الأسهم في نفس الفضاء الاقتصادي؛
- التقييم و التسعير المبالغ فيه للأوراق المالية الذي يخلق الثروة ويخلق معها الفقاعة المالية التي تنذر في الغالب بالأزمة؛
- التباين الصارخ بين معدلات نمو الإنتاج، المبادلات التجارية و التدفقات المالية لصالح هذه الأخيرة و على حساب الاقتصاد الحقيقي الإنتاجي.[13]

التطور السريع لأسواق المال و التثمين المبالغ فيه الذي يحدث على مستواها يزكي فكرة أن فك الارتباط و الاستقلالية عن الميدان الإنتاجي الحقيقي هو لصالح المالية.

ثالثا- قدرة المؤسسة على خلق القيمة:

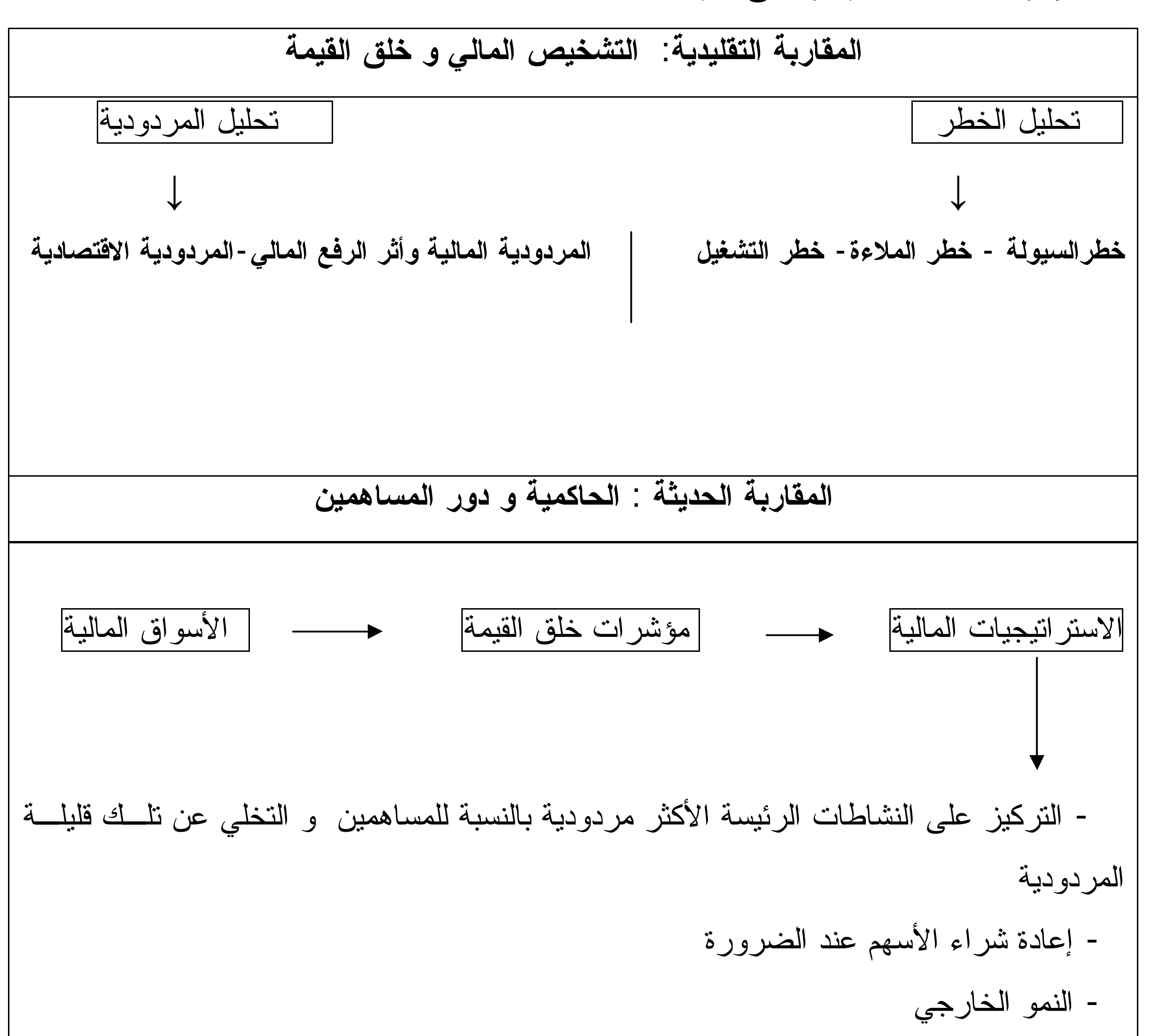
1 / الخطوط العامة لاتخاذ قرار الاستثمار أو توزيع الأرباح:

- الاستثمار في المشاريع التي يتولد عنها معدلات عائد تفوق تلك التي تمثل حدا أدنى مقبول من طرف أصحاب رأس المال **taux de rejet** أو توزيع الأرباح على حاملي الأسهم ؛
- تحديد الهيكل المالي الذي يخفض تكلفة هيكل رأس المال ؛
- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

النظرية المالية تركز على تعظيم القيمة السوقية، تكمن أهمية القيم السوقية للسهم في :

- مؤشر ملحوظ و متغير بشكل مستمر؛
- يستجيب للتوقعات على المدى القصير و الطويل إذا تميز المستثمرون بالعقلانية؛
- يعد مرجع لاتخاذ القرار حول إختيار المشاريع الاستثمارية، تمويل تلك المشاريع و تحديد قيمة توزيعات الأرباح التي ينبغي منحها للمساهمين.

2 / إدارة الأعمال المالية و خلق القيمة[14]:



- عمليات خلق القيمة

من المقارنة بين المقاربتين السابقتين للإدارة المالية و القدرة على خلق القيمة يمكن استنتاج مايلي:

- تحليل القرارات على أساس القيمة مع الأخذ بعين الاعتبار مفهوم القيمة العادلـــة **la juste valeur** بدل مفهوم التكلفة التاريخية ؛
- التشخيص و التحليل المالي لابد أن يرتكزان على :

* مؤشرات خلق القيمة
* تقييم المؤسسات عبر الأسواق المالية
* معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر في السوق المالي
* الفرص البديلة للمستثمر
* مفهوم تكلفة هيكل رأس المال

3 / مؤشرات خلق القيمة :

1 - المقاربة المحاسبية :

المردودية[15] :

- **المردودية الاقتصادية** هي قياس محاسبي للثروة المحققة من الأصول الإقتصادية .

المردودية الاقتصادية R_E = النتيجة الإقتصادية / الأصول

يمكن تشخيص المردودية الإقتصادية من خلال:

* مستوى ربحية جيد ممثل في هامش مرتفع ؛
* معدل مرتفع لدوران رأس المال المستثمر.

ينبغي أن تركز المؤسسة في عملية التقييم على هذين العنصرين، و تضعهما في مقدمة أي استراتيجية باعتبارهما الأكثر استقرارا.

- **المردودية المالية** هي قياس محاسبي لمردودية رأس المال المستثمر من طرف المساهمين.

المردودية المالية مرتبطة أساسا بمفهوم الرفع المالي و الهيكل المالي الأمثل الذي يجعل من الإستدانة رافعة مالية لعوائد الأسهم.

المردودية المالية R_{FI} = النتيجة الصافية / الأموال المملوكة

<u>تقييم المردودية كمؤشر</u>:

* أهمية المردودية تكمن في ربطها بمعدل تكلفة رأس المال (التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل طويلة المدى) في قياس خلق القيمة.

* رغم البعد المحاسبي للمردودية إلا أنها تسمح بتحديد أهداف المؤسسة بشكل جيد:

- تعظيم قيمة الأصول الإقتصادية و تحديد شروط خلق القيمة ؛

- تقليل تكلفة التمويل بالبحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة الأصول.

* القياس المحاسبي لا يأخذ بعين الإعتبار الخطر.

* المقاربة المحاسبية للمردودية المحققة منفصلة عن المردودية المطلوبة من طرف المساهمين من خلال معطيات الأسواق المالية.

* تقييم المردودية عن طريق المقارنة يختلف من مؤسسة مدرجة في السوق المالي و تسعر بشكل مستمر إلى مؤسسة غير مدرجة في السوق المالي و تكتفي بالتقييم المحاسبي.

في الحالة الأولى يتم الحساب انطلاقا من معدل عائد السهم المحسوب على أساس قيمته السوقية و توزيعات الأرباح التي يحصل عليها، أما المقارنة فتكون على أساس معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر في السوق المالي بالعودة إلى نموذج تسعير الأصول المالية.

في الحالة الثانية يتم الحساب انطلاقا من معطيات محاسبية، أما المقارنة فتكون مع قطاع النشاط المنافس.

2 - المقاربة الإقتصادية - المالية :

القيمة الاقتصادية المضافة EVA[16]

EVA = [المردودية الاقتصادية– معدل تكلفة هيكل رأس المال] .الأصول المستثمرة

$$EVA = [\,R_E - c\,\%\,]\,.\;I$$

$EVA > 0$ ثروة للمساهمين تم تحقيقها إضافة إلى مكافئتهم على الخطر في شكل توزيعات أرباح

c % معدل تكلفة هيكل رأس المال.

- يتم الانتقال من المفهوم المحاسبي لتكلفة التمويل (الفوائد المالية) إلى دمج توزيعات الأرباح و الأرباح المحتجزة (تكلفة الفرصة البديلة) أيضا كتكلفة.

- القيمة الإقتصادية المضافة هي أهم مؤشر لقياس خلق القيمة، هي من ناحية تدمج مفهوم تكلفة هيكل رأس المال و من ناحية أخرى لا تشترط التسعير في السوق المالي.

- لا تأخذ بعين الاعتبار القيم المتوقعة مستقبلا، بل تكتفي بالقيمة المحققة لفترة واحدة.

3 - مؤشرات قياس خلق القيمة على مستوى الأسواق المالية:

ý – **مؤشرات الأداء المحقق "ex- post":**

مؤشر خلق القيمة و "stratégic planning associates"[17]

معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر المالي / المردودية المالية المحققة = I_V
$I_V > 1$ **هناك خلق قيمة محقق**

- معدل العائد المطلوب يتم احتسابه انطلاقا من نموذج تسعير الأصول المالية

ý – **مؤشرات الأداء المتوقع "ex- ante" :**

1 – نموذج Modigliani و Miller[18]

هذا النموذج:

- يفترض كفاءة الأسواق المالية، أفق محدود للدراسة و عدم وجود نمو؛

- يتجاهل خطر الإفلاس و الفرق بين التكلفة المتوقعة و التكلفة الفعلية للديون.

القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على القروض = قيمة السوقية للمؤسسة التي لا تعتمد على القروض + القيمة الحالية للوفورات الضريبية
القيمة المضافة ذات الطبيعة المالية = القيمة الحالية للوفورات الضريبية

2- نموذج Myrs[19]

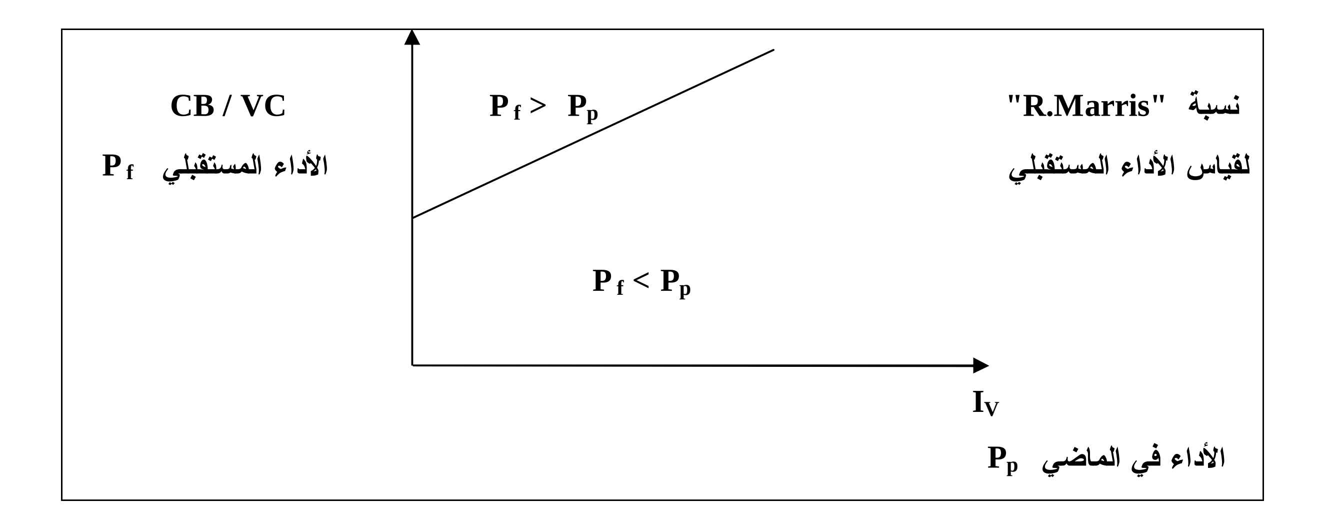
النموذج يعتمد على القيمة الحالية الصافية المعدلة **VANA** للتدفقات النقدية لمشروع استثماري، تمثل هذه القيمة تثمينا لثروة المساهمين، يتضح ذلك من خلال تقسيمها بالطريقة التالية:

القيمة الحالية الصافية المعدلة = القيمة الحالية الصافية الأساسية + القيمة الحالية الصافية الناتجة عن العوامل الملحقة المرتبطة بالتمويل.

القيمة الحالية الصافية الأساسية يمكن الحصول عليها من تحيين التدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة لا تعتمد على الديون .

الاعتماد على التدفقات يعبر عن القيمة الناتجة عن المصادر الصناعية للمشروع الإستثماري، و لكن الحصول على نتائج ايجابية في خلق القيمة يتطلب انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار و انخفاض معدل تكلفة هيكل رأس المال، و هو الأمر الناتج عن مصادر مالية.

3 - خط القيمة Droite de la valeur[20]:



القيمة المحاسبية للأموال المملوكة / رسملة البورصة أو القيمة السوقية للمؤسسة : Ratio M: CB / VC
CB / VC >1 هناك خلق قيمة متوقع
I_V : مؤشر قياس الأداء المحقق في الماضي

- يتوقف خلق القيمة المتوقع على سياسة توزيع الأرباح، المردودية الإقتصادية، حجم الديون و تكلفتها...

- أسهم المؤسسات الموجودة أعلى خط السوق يتم الاحتفاظ بها في المحافظ المالية لأن المؤسسات المعنية تخلق قيمة للمساهم في حين يتم التخلي عن الأسهم أسفل الخط.

4 – مصفوفة Marakon Associates [21]

Q de Tobin		
الأداء المستقبلي	**Revitalisation** **إعادة الانتعاش**	**Excellence امتياز**

انخفاض Déclin	**Ornière**
و تراجع	**وضعية مربكة**
الأداء في الماضي	

الأداء المستقبلي ← [رسملة البورصة – الديون] / الأصول

الأداء في الماضي ← المردودية المحققة – معدل العائد المطلوب

- هذه المصفوفة تحدد تموقع المؤسسة نسبة إلى الأداء المحقق و الأداء المتوقع في آن واحد.

5 – القيمة السوقية المضافة MVA [22]

- القيمة السوقية المضافة = القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة من قبل الأسواق المالية.

القيم المستقبلية مخصومة بمعدل العائد المطلوب في السوق المالي من طرف المستثمر **r %**

- القيمة السوقية المضافة = [رسملة البورصة + الديون] – الأصول المحاسبية (أو رأس المال المستثمر)

$$MVA = \sum EVA /(1+ r\%)$$

$$MVA = CB + D - I$$

$$MVA > 0$$

المؤسسة المسعرة في السوق المالي تخلق للمساهمين ثروة من التسعير في السوق المالي تفوق تلك المحققة من الاستثمارات الإقتصادية (النشاط).

عند عدم وجود سوق مالي للقروض تحتسب القيمة السوقية المضافة كالفرق بين رسملة البورصة للمؤسسة و الأموال المملوكة .

$$MVA = CB + D - (D + C_P) = CB - C_P$$

- القيمة السوقية المضافة هي تطبيق لنموذج القيمة الإقتصادية المضافة على مؤسسة غير مدرجة و غير مسعرة في السوق المالي.

خلق القيمة:

النتيجة قبل الفوائد

الهامش التجاري

رقم الأعمال

(1) المردودية الاقتصادية

معدل دوران الأصول

الأصول

(4) المردودية المالية

مقاربة محاسبية ▲

الفوائد

تكلفة الديون

(2) ....

الديون

الرافعة المالية

(3) ....

الأموال المملوكة

مؤشر خلق القيمة

I_V

$E(R)$

معدل العائدالمضمون R_F

المردودية المطلوبة

نموذج تسعير الأصول المالية

علاوة الخطر $R_M - R_F$

معامل الخطر النظامي ß

$$E(R) = R_F + ß\ (R_M - R_F)$$

مقاربة الأسواق المالية ▲

4 / مصادر خلق القيمة في المؤسسة (تطبيقات حديثة على النماذج السابقة) :

نموذج goodwill:[23]

هناك محاولات لربط هذا النموذج في تقييم المؤسسات مع النماذج التي تقدمها النظرية المالية في تقييم المؤسسات و قياس خلق القيمة، حيث يتم تقسيم مصادر خلق القيمة إلى:

لأداء الصناعي و التجاري للمؤسسة مقاسا بالتدفقات النقدية، و هو ما يسمى بالمكون الصناعي للقيمة **goodwill industriel** ؛

- مصدر مالي بحت مرتبط بالسياسة التمويلية (مثلا تخفيض تكلفة هيكل رأس المال)، و هو ما يسمى بالمكون المالي للقيمة **goodwill financier** .

شروط خلق القيمة في هذه الحالة تكون:

- خلق قيمة ذات طبيعة صناعية يشترط أن تحقق المؤسسة أو تتوقع أن تحقق مردودية اقتصادية بعد اقتطاع الضرائب تفوق المردودية المطلوبة، مع الأخذ بعين الاعتبار خطر الاستغلال الذي يمكن التعرض له، يتم التركيز هنا على دوران رأس المال المستثمر و الربحية كعوامل أكثر استقرارا تجعل هذا المكون الأكثر استقرار.
- خلق قيمة ذات طبيعة مالية من خلال هيكل مالي أمثل و سياسة استدانة ملائمة (الوفورات الضريبية و الرفع المالي) يسمحان بتخفيض تكلفة رأس المال و رفع معدل العائد على السهم، يتم التركيز هنا على عوامل بيئية لا تستطيع المؤسسة التحكم فيها كالضريبة و تقلبات المعدلات و السياسة الاقراضية مع البنك التي و إن امتلكت فيها هامشا للتفاوض إلا أن الكفة تكون لصالح البنوك، مما يظهر ظرفية و اشتراطية هذا المكون .

الجدول التالي يوضح وضعية المؤسسة في حالات افتراضية، حسب مصدر القيمة، و بالعودة إلى مؤشرات خلق القيمة السابقة و تحديدا مؤشري **M** و **Q**.

	$GW_1 > 0$		$GW_1 < 0$	
M > 1	$GW_2 > 0$	$GW_2 < 0$	$GW_2 > 0$	
تثمين ثروة المساهمين	**مؤسسة لها مردودية صناعية جيدة بدون عدم توازن مالي: نمو متوازن - وضعية صحية**	**مؤسسةلها مردودية صناعية جيدة مع عدم توازن مالي: نمو غير متوازن - وضعية مهتزة**	**مؤسسة لها مردودية صناعية ضعيفة مع تسيير جيد للمديونية – وضعية تراجع**	
M < 1	$GW_2 < 0$		$GW_2 > 0$	$GW_2 < 0$
تدهور ثروة المساهمين	**مؤسسة لها مردودية صناعية جيدة مع عدم توازن مالي حاد : نمو غير متوازن تماما – وضعية مهتزة**		**مؤسسة لها مردودية صناعية ضعيفة مع تسيير جيد للمديونية و لكن غير كافي لتعويض الأداء الصناعي السيئ: وضعية تراجع**	**مؤسسة لها مردودية صناعية ضعيفة مع عدم توازن مالي جد حاد: أزمة حادة**

- النمو المتوازن يكون نسبة إلى مستوى الديون المستخدمة.
- عدم التوازن المالي يسبب خسارة في القيمة.

Source: **Gérard CHARREAUX et Pierre- Yves CHOPIN** – Evaluation et analyse du processus de création de la valeur: un modèle généralisé du goodwill –Université de Bourgogne - 1997- www.u-bourgogne.fr

خلاصة:

خلال السنوات السابقة شهدنا بشكل متسلسل تباعد سيرورة الإنتاج عن حقل المالية في شكل يشبه الإنفصال التام، ضمن هذه البيئة المالية الجديدة (التي تزيد في الفصل بين الملكية و التسيير) نما و تطور و بسرعة مفهوم خلق القيمة.

نمو هذه القيمة التي يتم خلقها و تثمينها يغير بشكل جذري علاقات القوى بين رأس المال و العمل لأن تثمين رأس المال يمر عبر تخفيض التكاليف و بشكل خاص الأجور.

إن مسيري المؤسسة يسعون - تحقيقا لمصالح المساهمين و مقابل الأجور التي يتلقونها- إلى اتخاذ القرارات التي تفضي إلى تحسين الأداء ، و هم يثبتون الكفاءة و الفعالية في اتخاذ القرار و التسيير من خلال قدرة تلك القرارات ، خاصة قراري الإستثمار و التمويل، على خلق القيمة للمساهم.

هذا السباق نحو خلق القيمة يخرج المؤسسة الإنتاجية عن سياق نشاطها الأساسي و يقحمها في الدوائر المالية، نحو مزيد من تكريس رأس المال المالي على حساب رأس المال الإنتاجي.

الهوامش:

1- Jacques Fontanel – Géoéconomie de la globalisation – OPU – 2005- P 142-143.

2 - مضارب أمريكي كان سنة **1920** يدفع توزيعات أرباح للمستثمرين القدامى من رأسمال المستثمرين الجدد في حلقة وهمية .

3 - Frédéric Lordon - quand la finance prend le monde en otage - le monde diplomatique - édition imprimée - septembre 2007 - p 1.10.11 - www. Le monde.fr

4 - Sans auteur - Spéculation internationale ; l'heure de vérité - le monde diplomatique - 08 / 08 / 2007 - www .le monde.fr

5 - اليحياوي يحي – العولمـــة أية عولمـــة – إفريقيا الشرق – بيروت - 1999 – ص 189 .

6 – أنظر: فؤاد مرسي – الرأسمالية تجدد نفسها – دار المعرفة- الكويت – 1990 .

7 - **Frédéric Lordon** –op cit.

8- Gérard Fuchs et Daniel Feurtet - Rapport d'information – 2476 - Régulation de la mondialisation financière - Commission des finances ;de l'économie générale et du plan – 2000 - www. Assemblée - nationale.fr

9- صادق جلال العظم و حسن حنفي – ما العولمة ؟ - دار الفكر – دمشق - 1999– ص 157.

10- Gérard Fuchs et Daniel Feurtet –op cit.

11 – **Frédéric Lordon** – la création de valeur comme rhétorique et comme pratique - p 138 - webu2.upmf-grenoble.fr

12- أنظر :ألبير ميشيل - الرأسمالية ضد الرأسمالية – ترجمة حليم طوسون – مكتبة الشرق – القاهرة – 1995

13- voir: - G, Bourguinat –Finance internationale –PUF -Paris – 1995.
- **François Chesnais** –Mondialisation financière : Genèse, coût et enjeux – Syros – Paris – 1996.

14- Jean – Jacques Lilti – Management financier et création da valeur – Université de Rennes – 2005 – www.igr.univ-rennes1.fr

15- Ibid

16- Jacques Richard Simon Becom et alii –analyse financière et gestion des groupes – Economica - 2000 .

17- Jean – Jacques Lilti – op cit.

18- Gérard Charreaux et Pierre, Yves Chopin – evaluation et analyse du processus de création de la valeur: un modèle généralisé du goodwill –Université de Bourgogne - 1997- www.u-bourgogne.fr

19- ibid.

20 - **Jean – Jacques Lilti** – op cit.

21- ibid
22 –Pierre Vernimmen – finance d'entreprise – Dalloz – 1998 – p 474.
23- Gérard Charreaux et Pierre, Yves Chopin – opcit.